

## 融资修复下市场情绪依然谨慎 资金抱团加剧信用债市场分化（下）

### ——2021 年二季度信用债市场展望

研究发展部 冯琳 于丽峰

#### 主要观点：

#### 二季度信用环境展望：

- 二季度国内经济环比将延续修复，增长动力从逆周期部门持续向顺周期部门切换，逆周期部门外部支持下降，顺周期行业、尤其是中游资本品行业内生性现金流或边际改善；二季度通胀将加速上行，但当前 PPI 内部呈现中上游涨价强于下游的特点，提示关注上游成本压力对下游行业利润的侵蚀。
- 二季度货币政策易紧难松，但短期内政策收紧亦面临约束，升准加息的可能性很小，今年货币政策“转弯”将更多体现在广义流动性的收紧，适度“紧信用”将是金融环境的一个突出特征；此外，去年四季度以来，债券融资和非标融资收缩速度要快于在结构性货币政策下担纲“精准滴灌”重任的银行贷款，提示关注对债券融资和非标融资依赖度较高的主体信用风险。

#### 二季度信用债市场展望：

- **一级市场：**受利率中枢抬升，发行监管趋严，市场情绪谨慎，以及城投、地产等发债大户融资政策收紧影响，二季度信用债净融资难有大幅放量，融资分化将继续演绎。预计二季度信用债净融资规模约为 8000-9000 亿，略高于一季度，总发行量将在 3.1-3.2 万亿之间，与一季度大致持平。
- **二级市场：**二季度无风险利率面临的利空因素增多，但在政策利率不上调的预期下，利率上行的空间较为有限，债市面临的利率风险不大。对于信用债市场而言，随着货币政策正常化和信用环境边际收紧，信用利差难有进一步压缩，等级利差将重新走阔。

#### 二季度信用风险展望：

- 尽管在监管连续强调打击“逃废债”以及地方政府的积极介入下，短期内债市实际违约率不会有明显上升，但“信用周期转向下行+企业债务兑付压力加大”意味着信用风险仍为今年债市主要风险，市场情绪仍将敏感谨慎，提示关注信用风险扰动下的估值流动性冲击，这也反映于永煤违约事件以来信

VISIT...

LANZAROTE  
*Caliente*.COM

用债市场异常成交规模的攀升。

- 今年防风险和稳杠杆重要性提升，政策面聚焦重点领域风险化解，相关领域融资政策环境或将继续收紧。首先，国务院发文重提对失去清偿能力的融资平台要依法实施破产重整或清算，引导市场打破城投刚兑信仰，但各地对于城投破产清算会慎之又慎，年内城投债面临的流动性风险上升，但公募债违约概率仍然较低。其次，“底线”诉求下，地方产业类国企违约已被纳入重点监控范围，短期内地方国企违约将受到一定遏制，但中长期来看，尾部地方产业类国企市场化出清或加速；最后，房企融资政策持续收紧，流动性压力加大，建议警惕去化回款慢、土储质量差、无序并购风险高、“高杠杆但非高周转”的民营房企信用风险。

## 二季度投资策略展望：

- 二季度利率仍难以摆脱震荡格局，票息策略仍然具备优势。但主体信用分化料将加剧，向信用要收益的难度加大，投资者下沉资质仍将保持谨慎。目前收益率曲线中短端较为陡峭，显示 3Y-1Y 骑乘策略具有较高性价比，投资者或选择中高等级适度拉长久期。二季度资金利率中枢进一步抬升的空间有限，高等级信用债杠杆套息策略空间尚可，但需警惕央行为防范债市过度加杠杆而加大资金利率波动性对套息策略稳定性的影响。

## 2. 2021 年二季度信用债市场展望

### 2.1 二季度信用环境展望

#### （一）宏观经济景气延续回升，通胀压力加速上行，提示关注上游涨价

##### 向下游传导不畅对下游行业利润的侵蚀

一季度经济延续修复，加之低基数拉动，GDP 同比增速达 18.3%，但受疫情反复、防控升级扰动，环比表现略弱。二季度经济大概率将维持边际扩张，房地产投资韧性、出口强劲将是重要支撑，消费和制造业投资是主要向上动力。

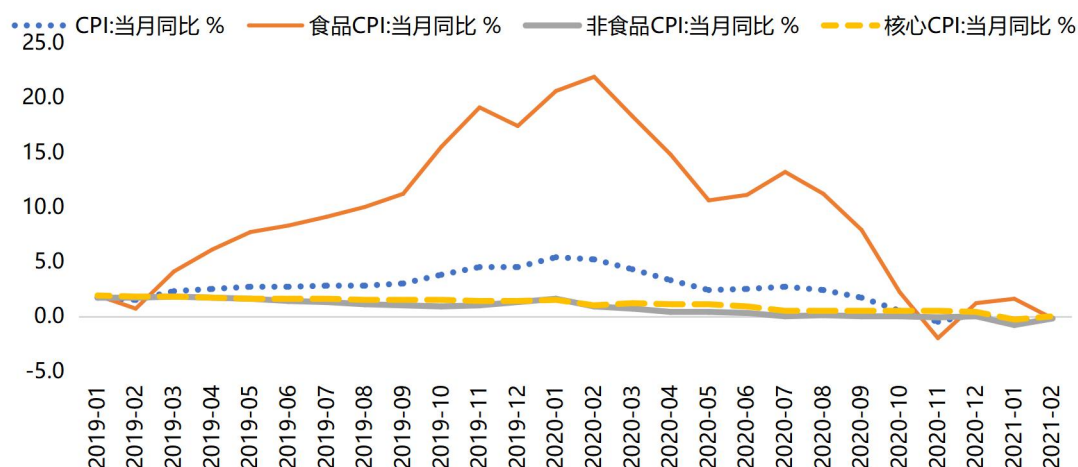
- 首先，受疫情反复和“就地过年”干扰，年初消费表现偏弱。一季度社零较 2019 年同期的两年平均增速为 4.2%，弱于正常年景，尤其是餐饮等服务消费恢复较慢。但修复偏缓也意味着后续仍有较大回升潜力，随着扰动因素退去，3 月消费修复已重拾向上动能。

- 其次，二季度基建投资增长动能将趋于弱化，但制造业投资修复动能有望保持，同时一季度楼市热度不减，短期内房地产投资仍将保持较强韧性。整体上看，二季度投资对于经济增长的拉动作用将会明显减弱，但投资内部结构将进一步优化。
- 最后，一季度出口表现强劲，国内外产能修复错位、订单流入中国对我国出口的拉动作用犹在，后续海外复工复产加快，我国出口商品替代作用大概率将逐步下降，但欧美补库存需求对我国资本品出口有较强支撑，上半年我国出口仍将保持较快增速。

(对二季度宏观经济走势的研判详见东方金诚研报《2021 年二季度利率债市场展望：逆风加大但难破震荡格局》)

通胀方面，主要受低基数和消费助推，二季度 CPI 同比将进入快速上行过程。随着上游原材料涨价逐步向下游传导，加之终端消费、特别是服务消费仍有恢复趋势，核心 CPI 将延续回暖，同时前期国际油价上涨较多，而去年 3-4 月国际油价暴跌，低基数将显著推升燃油价格同比涨幅。不过，由于猪肉供给恢复带动猪肉价格走低，持续压制食品 CPI，这也将对整体 CPI 上涨起到一定平抑作用。预计 6 月 CPI 同比将达到年内高点 3.0% 左右。

图 14 食品 CPI 涨幅显著走弱，核心 CPI 现回暖迹象

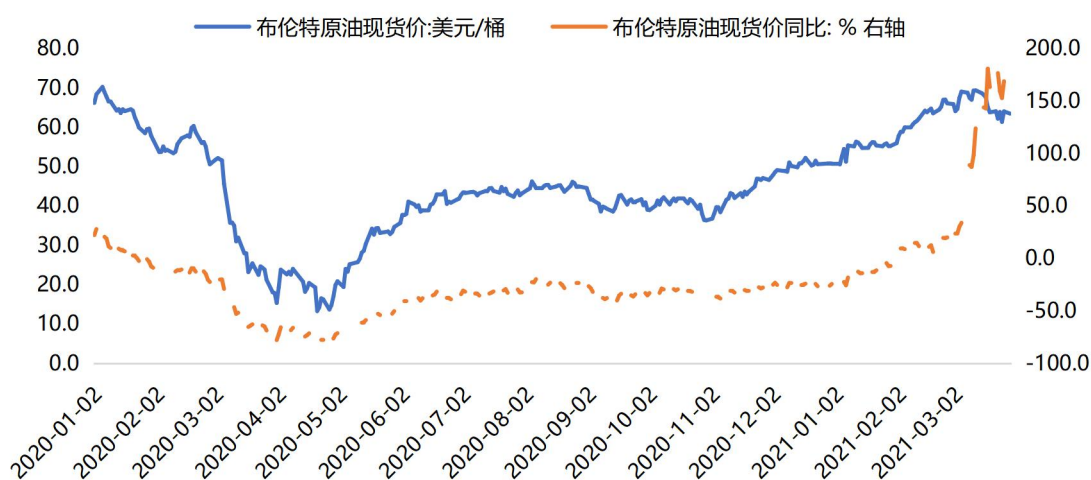


数据来源：Wind，东方金诚

去年四季度以来，PPI 同比进入加速上行过程，今年 3 月 PPI 同比涨幅已升至 4.4%。后续 PPI 同比涨幅将持续走扩，5 月料将达到年内高点 5.0%-6.0%，主要支撑因素有二：

- 一是尽管3月中下旬以来欧洲疫情反复冲击需求前景，避险情绪升温拖累油价回落，但复苏环境下，疫苗推广和拜登政府刺激计划的利好仍未充分释放，预计短期内油价将高位波动，中期来看仍有上涨空间。同时，去年3-4月国际油价经历一轮快速下跌，二季度油价同比涨幅将受到低基数的强力拉动。
- 二是前期中上游涨价开始通过成本压力向下游传导，后续随着消费需求改善，下游行业PPI涨势料将逐渐显现。

图 15 2020 年 3-4 月国际油价大跌将对二季度油价同比涨幅形成强力拉动



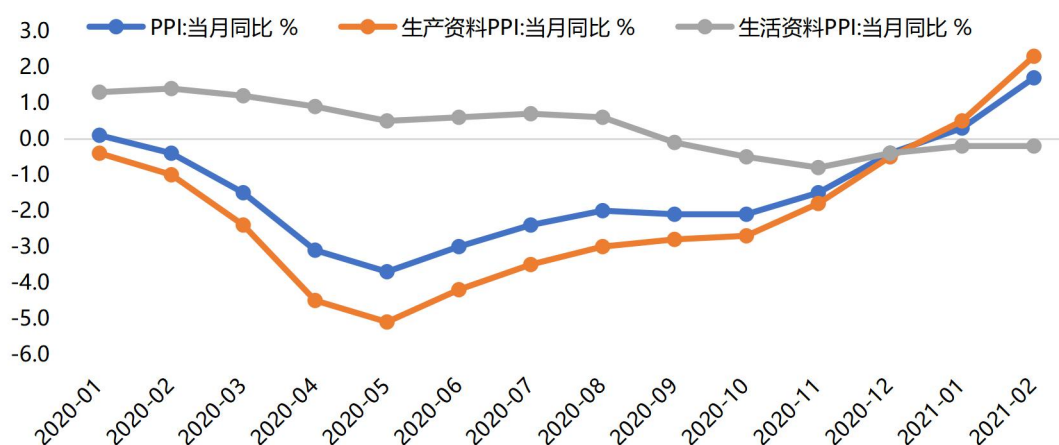
数据来源：Wind，东方金诚

综上，二季度基本面对信用债市场的影响主要关注三个方面：

- 首先，国内经济环比将延续修复，同时通胀大概率将加速上行，货币政策易紧难松，这意味着市场利率上行风险大于下行可能。
- 其次，经济增长动力从逆周期部门持续向顺周期部门切换，基建和房地产等逆周期部门获得的外部支持下降，顺周期行业、尤其是中游资本品行业景气则有望继续上扬，内生性现金流或边际改善。
- 最后，从通胀内部结构来看，当前PPI内部表现出上游涨价强于中游、中游强于下游的特点。根据3月份的PPI数据，尽管下游生活资料PPI也有所抬头，但中上游涨价更快，生产资料和生活资料PPI同比涨幅之间的“剪刀差”进一步扩大。目前生活资料PPI仍处偏低状态，这也与核心CPI的相对低迷相印证，背后的核心原因是消费修复偏缓，需求不振导致下游行业企业议价能力较弱。上游涨价

带来的成本压力无法顺利向终端消费传导，对下游行业利润构成挤压。从前两个月工业企业利润数据来看，上下游行业利润修复情况的分化非常明显。展望后续，成本压力和需求修复下，下游行业 PPI 涨势将逐渐显现，但上下游行业 PPI 涨幅之间的“剪刀差”如果不能弥合——这取决于终端需求的配合程度，下游行业利润将继续受到挤压。考虑到短期内消费需求仍处在后疫情阶段的恢复过程，可能难以对商品价格产生较强提振。因此，建议持续关注通胀结构性分化对下游行业利润的侵蚀。

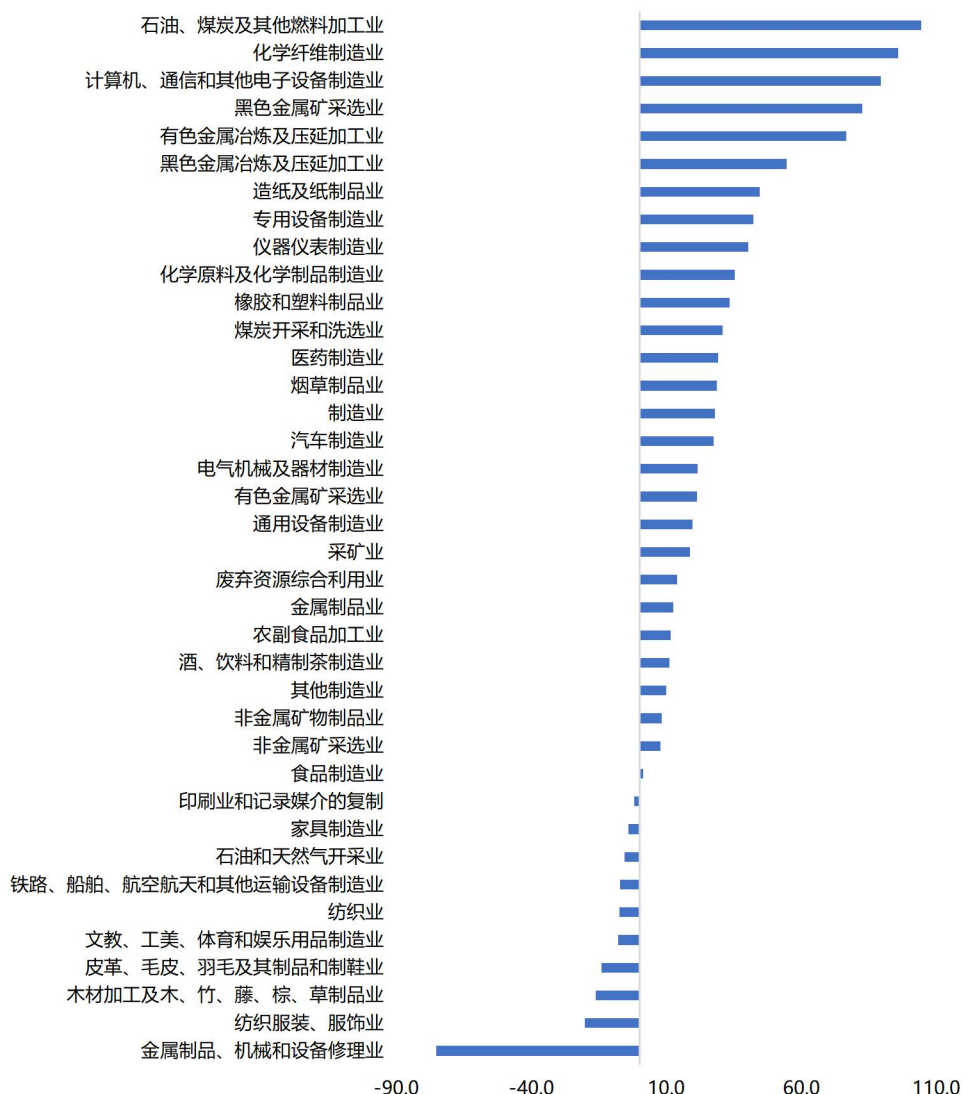
图 16 当前 PPI 内部表现出中上上涨价强于下游的特点



数据来源：Wind，东方金诚

图 17 2021 年 1-2 月工业企业利润相较 2019 年同期的两年平均增速 (%)





数据来源：Wind，东方金诚

## (二) 今年货币政策“转弯”将更多体现在广义流动性的收紧，适度“紧信用”将是金融环境的一个突出特征，“保持流动性合理充裕”则意味着资金面趋势性收紧的可能性不大，整体呈现“稳货币”态势

今年政府工作报告延续了去年年底中央经济工作会议的基调，强调“宏观政策要保持必要支持力度，不急转弯”。对货币政策的具体表述是“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度。把服务实体经济放到更加突出的位置，处理好恢复经济与防范风险的关系。货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配，保持流动性合理充裕，保持宏观杠杆率基本稳定。”

言及“不急转弯”，有两层含义，一是要转弯，二是转弯不能太急。事实上，从去年5月起，货币政策就已经开始转弯，主要体现在央行主动收紧

狭义流动性，带动各期限市场利率拐头上行。今年货币政策“转弯”将更多体现在广义流动性的收紧，即“货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配”意味着今年货币投放量要减速，但“不急转弯”预示减速节奏将相对平缓，预计到年末 M2 和社融存量增速将比 2020 年末低 1 至 2 个百分点。同时，在年初市场利率已普遍升至政策利率附近后，“保持流动性合理充裕”意味着今年资金面出现趋势性收紧的可能性不大。市场利率将围绕政策利率宽幅波动，全年利率中枢与年初水平相比，不会出现大幅抬升，整体呈现“稳货币”特征。

### 二季度货币政策易紧难松，但短期内政策收紧亦面临约束，升准加息的可能性很小

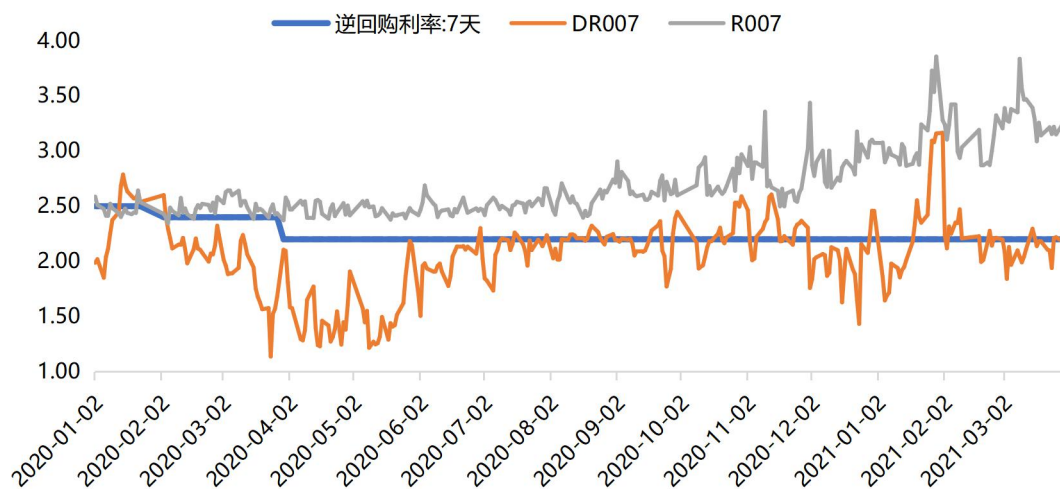
从二季度来看，货币政策将延续“以稳为主”特征，但“精准灵活”也意味着政策态度可能会随着国内外形势变化而出现短期调整。我们判断，在国内经济将维持边际扩张、通胀将加速上行、年初社融超预期加大后续稳杠杆压力，以及全球货币政策面临再调整、宽松逐步后撤的情况下，二季度国内货币政策易紧难松，市场利率上行风险大于下行可能。

但考虑到（1）虽然短期经济活动旺盛，但趋势上存在下行风险，（2）就业仍面临一定压力，就业质量下降，（3）中小微企业经营仍存较大困难，需要维持一定的政策支持力度，推动企业实际贷款利率下降；这些因素也意味着短期内政策收紧亦面临约束，稳健中性基调难以发生改变，升准加息的可能性很小。（详见东方金诚研报《2021 年二季度利率债市场展望：逆风加大但难破震荡格局》）

值得关注的是，2020 年四季度以来，银行间市场流动性分层加剧，R 与 DR 之间的利差波动走阔。2021 年 1 月下旬至 2 月初资金面收紧，DR007 和 R007 均出现快速上行，春节后资金面压力缓和，DR007 回落至政策利率附近而 R007 仍保持高位且波动较大。在货币政策稳中偏紧、金融监管趋严、信用扩张放缓、市场风险偏好下降等预期下，短期内银行间市场流动性分层料难现明显改善，并可能与实体经济的信用分层相互作用、相互加深。这将导致低等级债券机会和风险不对称，从而进一步加剧信用债市场分化。

图 18 2021 年一季度 DR007 围绕政策利率宽幅波动，R007 与 DR007 利差走阔（%）



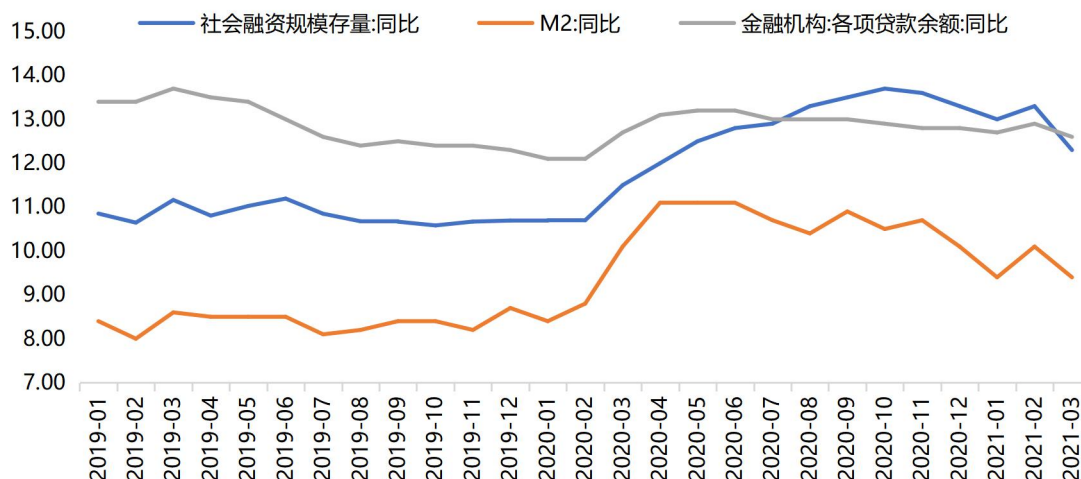


数据来源：Wind，东方金诚

### 3 月信用重回收紧过程，预计二季度信用扩张将持续放缓，结构上债券融资和表外融资收缩速度要快于银行贷款

2021 年年初信用超预期扩张，叠加基数扰动，2 月信贷、社融增速均现反弹。但反弹态势并未持续，3 月信贷、社融增速恢复下行，信用回归收紧过程。这一方面源于上年同期为货币扩张高峰，高基数会压低今年的同比增速，另一方面则反应当前货币政策正在向常态化回归，新增信贷、社融规模处于温和增长状态。

图 19 在 2 月短暂反弹后，3 月金融数据全面下行 (%)



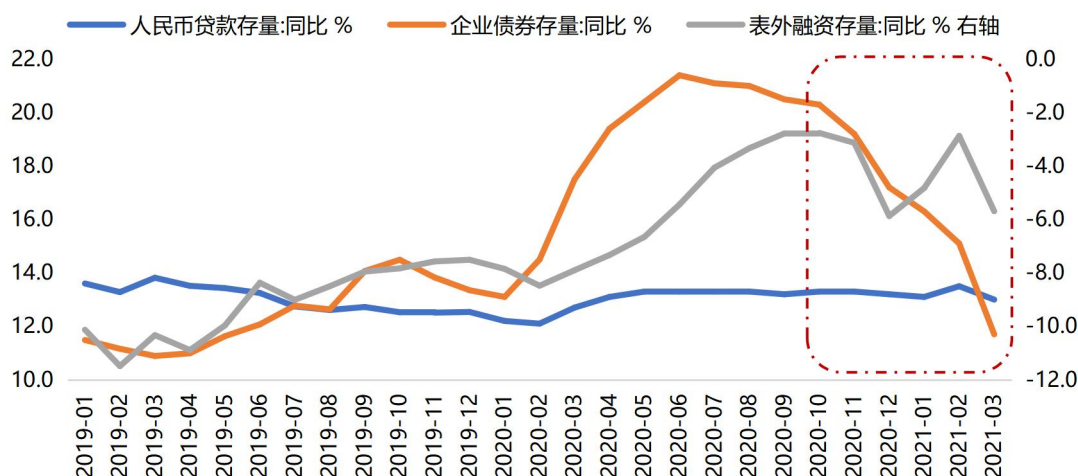
数据来源：Wind，东方金诚

我们判断，在今年稳定宏观杠杆率的目标下，后期主要金融数据虽仍会出现波动，但增速整体温和下行的方向不会改变。适度“紧信用”将是今年金融环境的一个突出特征。去年信用扩张带来的偿债规模上升叠加今年信用

收缩，可能会引发债务滚续难度加大，并最终导致违约，这也是市场预期今年违约风险上行的主要原因。除总量增速温和下行外，我们提示关注以下两点社融结构性变化：

- 一是今年信贷投放将呈现更为明显的结构性特征，即投向上会“保有压”。其中，“保”的重点是科技创新、小微企业和绿色发展等领域。3月22日召开的信贷结构优化调整座谈会上，央行强调要保持小微企业信贷支持政策的连续性、稳定性，实现普惠小微贷款继续“量增、价降、面扩”；要围绕实现碳达峰、碳中和战略目标，严格执行绿色金融标准，创新产业和服务，强化信息披露，及时调整信贷资源配置；要进一步加大对科技创新、制造业的支持，提高制造业贷款比重，增加高新技术制造业信贷投放。“压”则主要指向房地产金融，城投平台的融资环境也会有所收紧。这既可为重点支持领域腾挪更多的信贷资源，也是稳定房地产市场运行、“政府杠杆率要有所降低”的基本要求。
- 二是3月社融存量增速放缓幅度明显超出贷款余额增速，主要原因是受市场利率高位运行、监管趋严、发行计划安排等因素影响，债券融资和非标融资收缩速度要快于在结构性货币政策下担纲“精准滴灌”重任的银行贷款。这也提示关注对债券融资和非标融资依赖度较高的主体的信用风险。

图 20 社融口径下，企业债券融资和非标融资收缩速度要快于银行贷款



数据来源：Wind，东方金诚

注：图中人民币贷款为社融口径人民币贷款，即剔除非银贷款后投向实体经济的人民币贷款

## 2.2 二季度信用债发行展望

### **受利率中枢抬升，发行监管趋严，市场情绪谨慎，以及城投、地产等发债大户融资政策收紧影响，二季度信用债净融资难有大幅放量，融资分化将继续演绎**

在资金利率将围绕政策利率波动、无风险利率将维持震荡格局、信用利差难以进一步压缩的预期下，二季度信用债发行利率中枢难有明显下移。我们注意到，4月中上旬，由于资金面持续宽松，信用债各主要券种加权平均发行利率与3月相比均有不同程度下行。但4月以来资金面宽松的主要原因是新增地方政府专项债发行未如期放量，5月起新增专项债发行料将明显提速，供给压力的实质性释放或将打破资金面稳态。预计在利率债供给放量对信用债产生挤出效应以及市场利率上行风险加大带动下，5-6月信用债发行利率也将呈现边际上扬走势。

同时，今年稳增长需求下降，稳定宏观杠杆率成为重要的政策目标，城投平台和房企债务扩张受到严格约束，新增债券发行监管收紧。今年制造业投资接棒基建和房地产，成为拉动投资增长的主要动力。制造业投资的反弹将带动企业融资需求回暖，但当前政策层面上鼓励银行加大对制造业企业的中长期贷款支持力度。在目前债券发行利率相对银行贷款利率的优势已显著收窄的情况下，制造业投资回升或难以大幅激发企业债券融资需求。

我们判断，二季度信用债净融资规模约为8000-9000亿，略高于一季度的不足7000亿。当月信用债总偿还量约为2.3万亿，因此，总发行量将在3.1-3.2万亿之间，与一季度大致持平。

值得一提的是，在国企信仰受到剧烈冲击、城投和地产板块净融资收缩的情况下，今年债市可供投资的优质安全资产减少。而对违约风险上升的担忧，又导致投资者风险偏好下降，抱团中高等级现象凸显。这种资金和优质资产之间的供需不平衡加剧了结构性的“资产荒”，这有利于利率债和中高等级信用债，局部地区城投信仰也出现被动巩固趋势。同时考虑到前期受违约事件冲击的地区和行业债券融资仍待进一步解冻，后续信用债融资在资质、期限、区域、行业等层面的分化还将继续演绎。

## 2.3 二季度收益率及利差走势展望

### 随着货币政策正常化和信用环境边际收紧，二季度信用利差难有进一步压缩，等级利差将重新走阔

二季度无风险利率面临的利空因素增多，通胀加速上行、利率债供给压力实质性释放、中美利差收窄等均将导致债市“逆风”加大，但这些利空因素已经较大程度上被市场所预期和消化。同时，尽管二季度货币政策易紧难松，但考虑到这一轮通胀上行压力属于输入性的、阶段性的快速上冲，可持续性不强，加之当前就业压力仍然较大，预计短期内央行不会采取降准、加息等信号意义很强的紧缩措施。央行在近期连续三个季度的货币政策执行报告中均明确表示，要“引导市场利率围绕央行政策利率波动”。当前主要市场利率均已回升至或略高于政策利率水平。这意味着在政策利率不上调的预期下，二季度市场利率上行的空间较为有限。其中，10年期国债收益率在3.3%以上进一步上行面临一定阻力，向上突破3.5%的可能性不大，料难破震荡格局。（详见东方金诚研报《2021年二季度利率债市场展望：逆风加大但难破震荡格局》）

对于信用债市场而言，随着货币政策正常化和信用环境边际收紧，信用利差难有进一步压缩，等级利差将重新走阔。

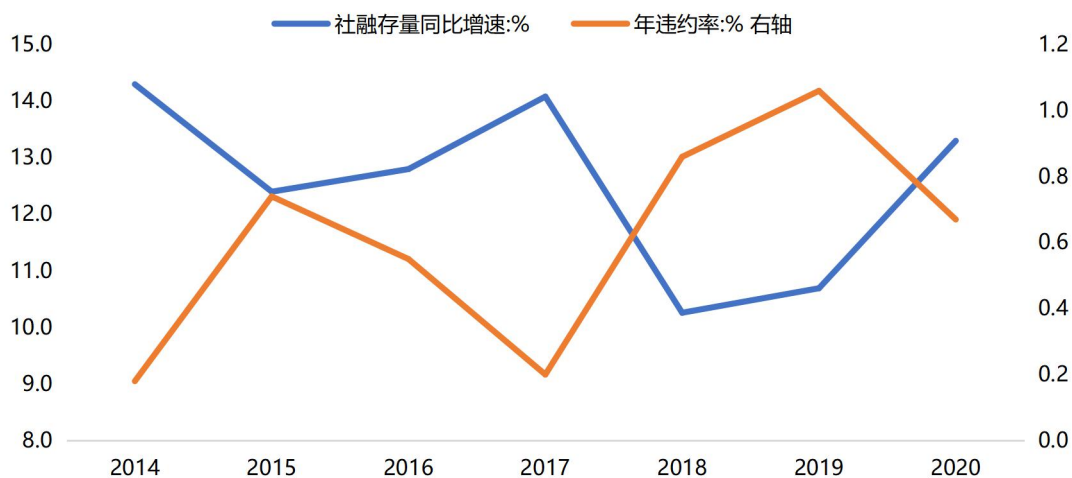
- 从流动性溢价来看，二季度货币政策易紧难松，资金利率中枢易上难下，加之资金利率波动性或将加大，流动性溢价料难以压缩。但市场利率围绕政策利率波动，资金利率中枢也不会大幅抬升，加之流动性分层难现缓和，会持续压制资金整体的风险偏好，高等级信用利差仍具备维持低位的基础。
- 从信用风险溢价来看，前期永煤违约事件的影响仍存，市场继续谨慎观察重点区域或行业内主体的风险释放，弱资质国企和尾部城投的重定价也仍在进行。同时考虑到二季度信用扩张将延续放缓，市场对违约风险升高的担忧将持续压制风险偏好，低等级信用风险溢价面临抬升。在此期间市场仍将集中抱团中高等级，等级利差将出现走阔。

## 2.4 二季度信用风险展望

### （一）在监管连续强调打击“逃废债”以及地方政府的积极介入下，短期内债市实际违约率不会有明显上升

尽管一季度债市违约情况边际好转，但在“信用周期转向下行+企业债务兑付压力加大”背景下，市场对于后续信用风险升高的担忧并未解除。从历史数据来看，以年末社融存量增速表征的信用扩张速度与信用债年违约率之间确实表现出明显的负相关性（见图 21）。

图 21 年末社融存量增速与信用债年违约率之间表现出明显的负相关性



数据来源：Wind，东方金诚

短期来看，政策层面坚守风险处置的“底线”思维，在监管连续强调打击“逃废债”以及地方政府介入下，预计信用债市场实际违约率不会有明显上升。但风险暂时不暴露并不代表风险不存在或可以在短期内得到有效化解，在信用风险暂未落地出清之前，市场情绪仍将敏感谨慎，需关注信用风险扰动下的估值流动性冲击，这也反映于近期二级市场上高估值抛盘的增加。

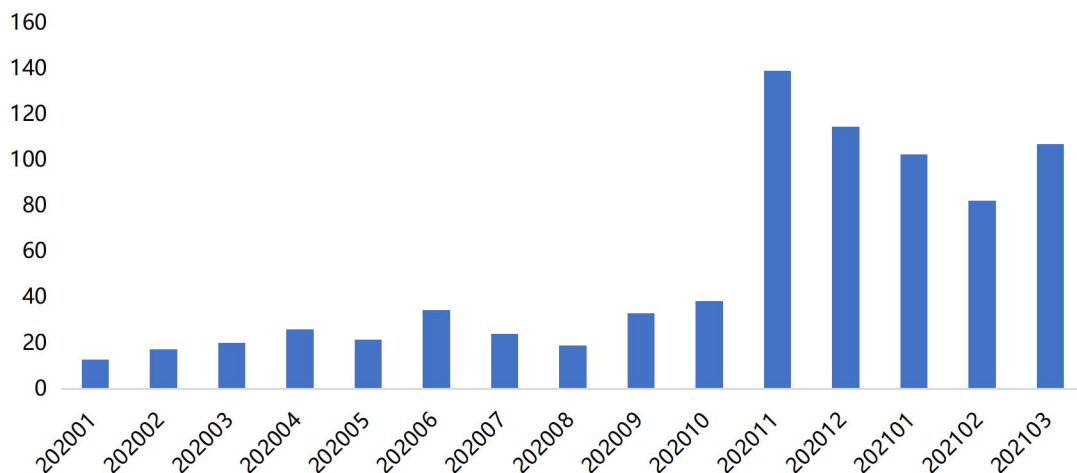
我们关注到，永煤违约以来，信用债市场异常成交<sup>1</sup>规模出现攀升。一季度银行间和交易所市场异常成交月均值较去年 11、12 月有所下降，但仍达到去年同期的 5.8 倍。分行业来看，城投平台异常成交量上升最多，房地产企业异常成交额最大，但较 2020 年四季度有所下降。除二者外，建筑装饰、钢铁、公用事业、采掘等行业异常成交量增加较多，这些行业信用风险

<sup>1</sup> 异常成交统计主体评级在 AA 级及以上的短融、中票、公司债、企业债、定向工具，成交加权均价低于 90 元且当日中债估值到期收益率高于 8%，无提前偿还条款债券的成交量。



可能出现上升；有色金属行业异常成交量降幅较大，主因有色金属价格上涨支撑，行业信用风险有所下行。

图 22 信用债异常成交统计（亿元）



数据来源：Wind，东方金诚

表 13 2021 年一季度信用债异常成交规模行业分布（亿元）

|      | 2020 年四季度 | 2021 年一季度 | 2021 年一季度较 2020 年四季度变化 |
|------|-----------|-----------|------------------------|
| 城投   | 23.03     | 44.52     | 21.49                  |
| 建筑装饰 | 0.69      | 10.76     | 10.07                  |
| 钢铁   | 5.11      | 14.56     | 9.45                   |
| 公用事业 | 4.16      | 11.59     | 7.42                   |
| 采掘   | 23.40     | 30.62     | 7.23                   |
| 其他   | 3.77      | 9.88      | 6.11                   |
| 传媒   | 2.13      | 6.28      | 4.15                   |
| 综合   | 16.40     | 18.74     | 2.34                   |
| 交通运输 | 0.30      | 1.29      | 0.99                   |
| 医药生物 | 0.01      | 0.14      | 0.13                   |
| 通信   | 0.95      | 0.53      | -0.42                  |
| 电子   | 0.58      | 0.00      | -0.58                  |
| 商业贸易 | 47.95     | 41.42     | -6.52                  |
| 房地产  | 75.71     | 68.64     | -7.08                  |
| 非银金融 | 43.93     | 16.71     | -27.22                 |
| 有色金属 | 44.27     | 16.22     | -28.06                 |

数据来源：Wind，东方金诚

## （二）防风险和稳杠杆重要性提升，政策面聚焦重点领域风险化解，相关领域融资政策环境或将继续收紧

在货币政策逐步正常化，信用周期转向下行，以及国企改革三年行动进入攻坚阶段、引导地方降低政府杠杆率、抑制房地产领域金融化和泡沫化等



政策背景下，部分高负债的僵尸国企、地方政府融资平台、房地产企业等融资环境收紧，再融资难度提升，信用风险集中暴露的潜在威胁加大。这些企业又恰为我国信用债市场上的主要发债主体，这使得债券市场与地方政府隐性债务风险、房地产泡沫等金融风险领域的“灰犀牛”关联密切，从而加剧了从个体开始的债券无序违约引发全市场踩踏，进而向其他金融领域和实体经济部门扩散的可能性。因此，上述领域的潜在信用风险也成为债券市场存量风险化解处置的重点。

1. 国务院发文重提对失去清偿能力的融资平台要依法实施破产重整或清算，引导市场打破城投刚兑信仰，但各地对于城投破产清算会慎之又慎，年内城投债面临的流动性风险上升，公募债违约概率则仍然较低

今年以来，政策面对于地方财政和金融风险的关注再度上升。政府工作报告指出“一些地方财政收支矛盾突出，防范化解金融等领域风险任务依然艰巨”；3月15日国常会首提“政府杠杆率要有所降低”，剑指地方政府隐性债务；4月8日，财政部部长刘昆在《人民日报》发表署名文章《努力实现财政高质量发展》，文中着重谈及了三大领域风险，即地方政府隐性债务风险、“保工资、保运转、保基本民生”风险和金融风险。

融资平台公司是地方政府隐性债务最主要的来源，因此防范化解隐性债务，重要的是规范地方融资平台公司融资行为，也是一直以来中央化债工作的重点。4月13日，国务院印发《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》，重新提出“清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算”。这一提法沿用了此前专门文件中的表述，也表明了中央在进一步厘清政府债务与企业债务边界，逐步化解隐性债务这一问题上态度没有发生改变。2018年9月，两办印发的《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》中就提到，“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算”，剥离政府融资职能则更早就已明确要求。但从不断出台的相关政策来看，目前地方政府隐性债务问题依然没有得到非常有效的控制，地方政府通过城投公司违规增加隐性债务的情况可能依然存在。

这一问题的产生有其历史根源，可以说是中央政府、地方政府、金融机

构和融资平台公司各方博弈的综合结果，因此问题难在一朝一夕得解，但中央政府遏制隐性债务增量的态度非常明确。随着后疫情阶段我国经济稳步复苏，政策重提对失去清偿能力的融资平台要依法实施破产重整或清算也是希望引导市场预期，打破城投刚兑信仰。但从目前来看，若真有承担政府融资职能的城投公司由于失去清偿能力而直接破产清算，将会对市场产生较大冲击，加之今年是城投债和地方政府债务到期的大年，因此各地对于城投公司破产清算会慎之又慎。不过，近期监管密集出台关于地方政府隐性债务化解政策，城投公司融资环境趋紧，部分负债率高、短期债务到期规模大以及非标融资占比较高的城投公司债务滚续压力加大，城投债面临的流动性风险或提升。整体上看，我们判断今年城投公募债违约概率依然较低，非标违约仍将常态化，私募债偶发违约概率增加。

2、“底线”诉求下，地方产业类国企、尤其是大型地方国企违约已被纳入重点监控范围，短期内地方国企违约将受到一定遏制，但中长期来看，尾部地方产业类国企市场化出清或加速

去年永煤违约事件后，市场对弱资质国企的谨慎态度导致弱资质国企再融资难度提升。市场高度关注所属地区财力较弱、自身债务负担沉重、资产规模虽大但流动性紧张的尾部企业违约风险。今年3月26日，国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》，提到要开展债券全生命周期管理，重点防控债券违约、依法处置债券违约风险，严禁恶意逃废债行为等，表明地方国企违约已纳入重点监控范围，在严控债务增量、保持合理债务水平的同时，对高风险企业将实施“一企一策”，目标就是避免包括债券违约在内的信用风险集中暴露。可以看出，当前政策重心在于防范个体违约事件引发风险踩踏和外溢，重塑市场信心，避免出现重大信用风险冲击。在这一监管取向和多地政府的积极回应下，短期内地方国企违约将受到一定遏制，再现超预期违约事件的可能性比较小。

但从中长期来看，今年央行金融稳定工作会议强调金融风险处置要坚持市场化、法治化，坚持压实各方责任。对于债券市场来说，坚持市场化、法治化原则也意味着，债券市场存量风险化解处置需要建立符合市场化、法治化原则的信用风险分散分担机制，而非重回刚性兑付。如果企业出现暂时的

兑付困难，可以在政府指导下与债券持有人积极沟通处置方案，通过债券展期、置换等方式主动化解风险，但对于那些积重难返、已无力化解风险的企业来说，如果不能遵循市场化原则合理、有序出清，反而会加大后续信用风险集中暴露并引发系统性风险的可能性。对此，今年2月23日国资委新闻发言人也指出“通过风险出清实现优胜劣汰是资本市场的正常运行机制，有利于促进金融市场的长期健康发展”。

### 3、房企融资政策持续收紧，流动性压力加大，行业内部分化进一步加剧，需警惕去化回款慢、土储质量差、无序并购风险高、“高杠杆但非高周转”的民营房企

房企融资“三条红线”管控、银行房地产资产占比压降“两条红线”的提出和执行、信托融资收紧等政策下，今年房企的流动性压力可能会持续加大。同时，行业内部分化进一步加剧。

- 对于权益占比高、杠杆率低的优质房企而言，政策对其限制程度相对较低，企业仍可享受一定的融资红利，依然可以依靠一定程度的外部融资来扩张业务规模，同时也为加大股权合作开发力度、降低权益比例留下了空间。
- 对于“三道红线”不达标的高杠杆经营房企，未来发展则面临更大困难：一方面，融资环境的收紧对其债务规模的增加提出了明确限制，其新增债务多将用于借新还旧，依靠融资来进行土地获取及业务扩张的可能性降低；另一方面，对于部分土地储备不佳、面临补库存压力的房企而言，融资能力的减弱迫使其业务扩张只能依靠自身的销售回款，而土地储备规模较小或变现能力较差、项目周转慢的房企来说，短期内很难通过销售回款的提升来增强其对债务的保障，若采用打折促销的方式，也将削弱其利润空间。因此，去化回款慢、土储质量差、无序并购风险高、“高杠杆但非高周转”的民营房企信用风险状况值得关注。

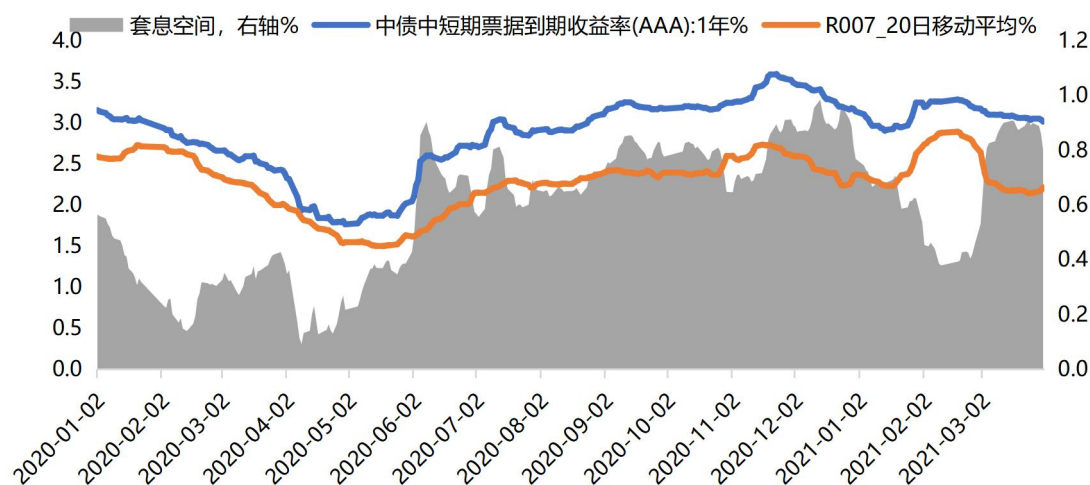
## 2.5 二季度信用债投资策略展望

二季度利率仍难以摆脱震荡格局，在利率震荡期，信用债票息收益可以抵御部分估值波动，票息策略仍然具备优势。但随着融资环境边际收紧，市场违约预期升温，主体信用分化料将加剧，下沉资质、向信用要收益的难度加大。同时考虑到未来利率走势仍存在不确定性，理财产品净值化转型过程中对长久期信用债需求下降，久期策略空间有限，预计投资者持仓久期将以3年以内为主。我们注意到，目前收益率曲线中短端较为陡峭，显示3Y-1Y骑乘策略具有较高性价比，投资者或选择中高等级适度拉长久期。此外，二季度资金利率中枢进一步抬升的空间有限，高等级信用债杠杆套息策略空间尚可，但需警惕央行为防范债市过度加杠杆而加大资金利率波动对套息策略稳定性的影响。

### （一）套息策略需警惕资金面异常波动影响

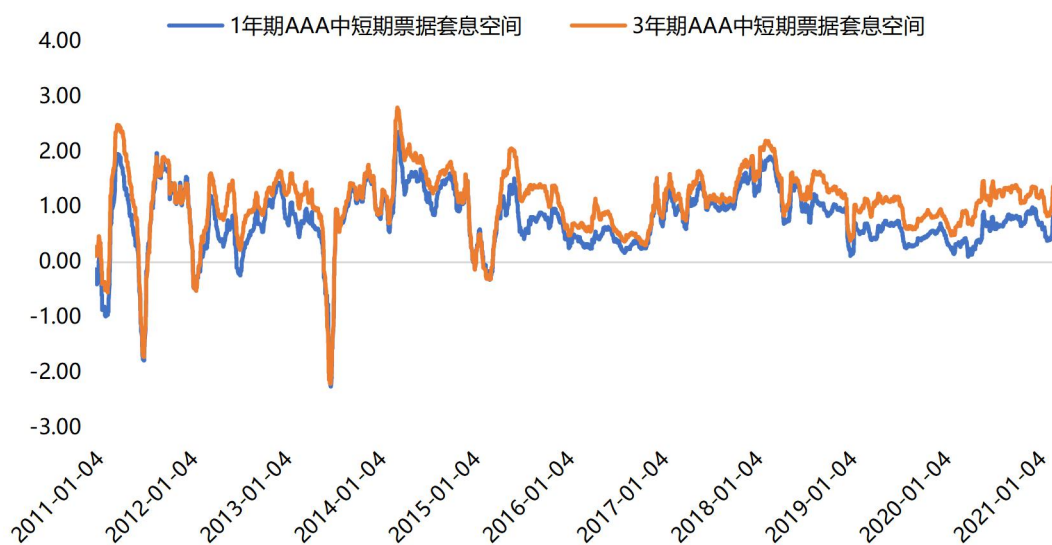
杠杆套息策略方面，以1年期AAA级中短期票据到期收益率减去R007的20日移动均值计算套息策略空间，可以看到，2020年下半年套息策略收益较为稳定，但今年一季度由于资金利率上行以及流动性分层导致套息空间波动较大。截至3月31日，1年期、3年期AAA级中短期票据套息空间分别为80bp和138bp，处于51.9%和74.1%的10年历史分位数水平。从绝对值和历史分位数来看，目前套息空间尚可，但需警惕央行通过加大资金价格波动性以防范债市过度加杠杆导致的套息空间压缩和波动。

图 23 2021 年一季度套息空间波动较大



数据来源：Wind，东方金诚

图 24 过去 10 年 AAA 级中短期票据套息策略空间 (%)



数据来源：Wind，东方金诚

## (二)3Y-1Y 期限利差处历史高位，投资者或选择中高等级适度拉长久期

考虑到未来利率走势仍存在不确定性，大概率将以震荡为主，理财产品净值化转型过程中对长久期信用债需求下降，以及在信用风险可能上升的背景下，流动性重要性凸显，预计投资者持仓久期仍将以 3 年以内为主。可以看到，2021 年一季度末中高等级信用债期限利差较 2020 年底普遍走阔，换言之，尽管一季度中短期票据信用利差全面压缩，但中长久期压缩幅度相对较小。目前来看，曲线中短端更加陡峭——截至 3 月 31 日，AAA 级和 AA+级 3Y-1Y 期限利差均处于历史 92%分位数，骑乘策略有较高性价比，投资者或选择中高等级适度拉长久期。

表 14 2021 年一季度中高等级期限利差变动情况

|                     | 2021 年 3 月 31 日水平 bp | 2021 年 3 月 31 日历史百分位% | 2020 年 12 月 31 日水平 bp | 2020 年 12 月 31 日历史百分位% |
|---------------------|----------------------|-----------------------|-----------------------|------------------------|
| AAA 中短期票据期限利差：5Y-1Y | 75                   | 75.73                 | 66                    | 65.45                  |
| AAA 中短期票据期限利差：3Y-1Y | 58                   | 91.58                 | 40                    | 67.13                  |
| AAA 中短期票据期限利差：5Y-3Y | 17                   | 35.28                 | 25                    | 58.58                  |
| AA+中短期票据期限利差：5Y-1Y  | 93                   | 78.99                 | 92                    | 78.61                  |
| AA+中短期票据期限利差：3Y-1Y  | 65                   | 91.69                 | 58                    | 85.93                  |
| AA+中短期票据期限利差：5Y-3Y  | 28                   | 41.98                 | 33                    | 57.75                  |

数据来源：Wind，东方金诚

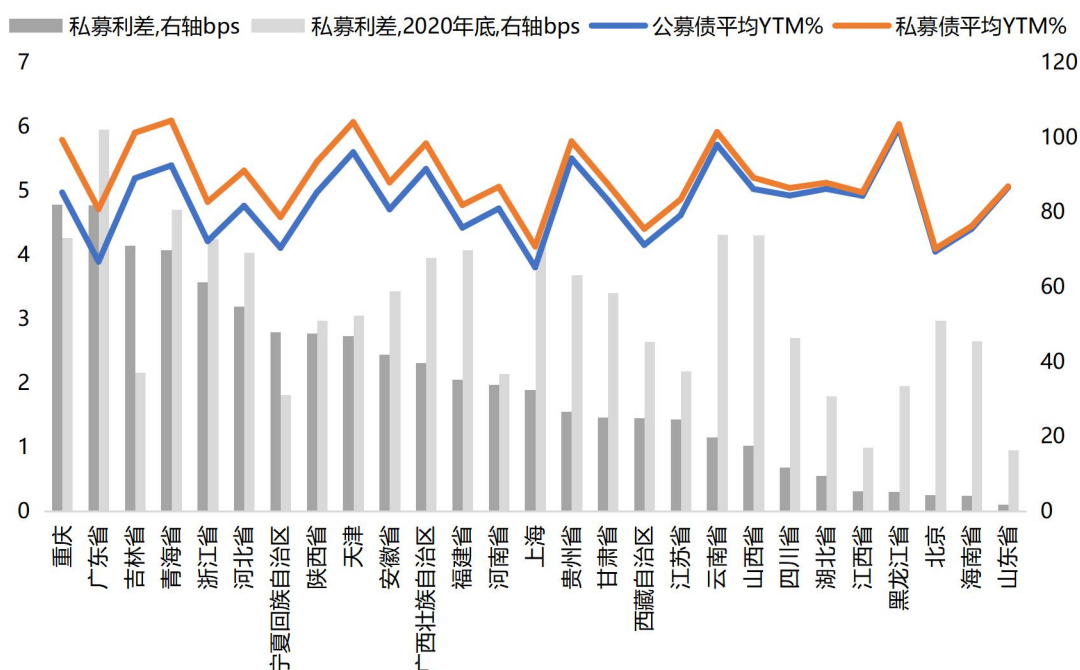


### (三) AA 等级城投私募债利差已压缩至低位, AA+ 等级仍存一定挖掘空间, 投资者对产业类私募债下沉谨慎

品种溢价方面, 一季度城投私募债挖掘力度较大。多数省份城投私募债溢价较年初大幅下降 (见图 25), 平均来看, 季度全市场城投私募债相对公募债价差<sup>2</sup>从 2020 年底的 54bp 降至 34bp, 部分财政实力较强省份 (如北上广、浙江、福建、江苏等) 城投私募债到期收益率已明显低于中西部省份公募债, 挖掘难度加大。

这一趋势从不同等级城投私募债利差的变化中也可以看出, 一季度各等级城投私募债利差均现压缩, 主要是私募债收益率下行带动, 季末 AA 等级城投私募债利差仅为 0.74bp, AA+ 等级仍存一定的挖掘空间。一季度产业类私募债利差亦现压缩, 但幅度小于城投私募债。受永煤、华晨、华夏幸福等主体违约影响, 投资者对产业类私募债下沉相对谨慎。

图 25 各区域城投私募债相对公募债利差



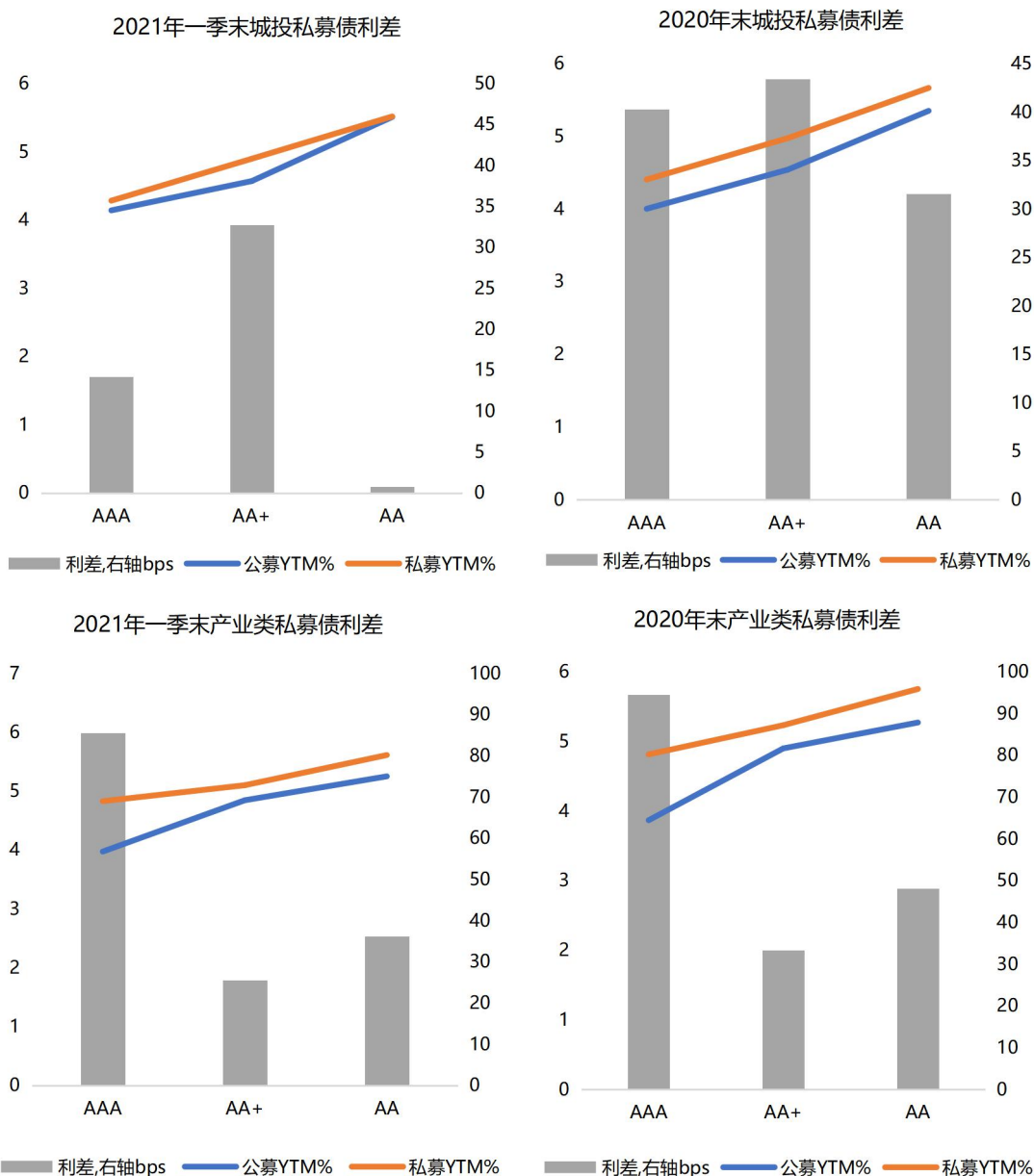
数据来源: Wind, 东方金诚

注: 根据期限在 (1.5, 2.5) 年之间, 到期收益率不高于 7% 的不含权债券统计, 私募债包含定向工具和交易所私募债, 公募债包含短融、中票、企业债和一般公司债。

图 26 2021 年一季度城投及产业类私募债利差变化

<sup>2</sup> 根据期限在 (1.5, 2.5) 年之间, 到期收益率不高于 7% 的不含权债券统计。





数据来源：Wind，东方金诚

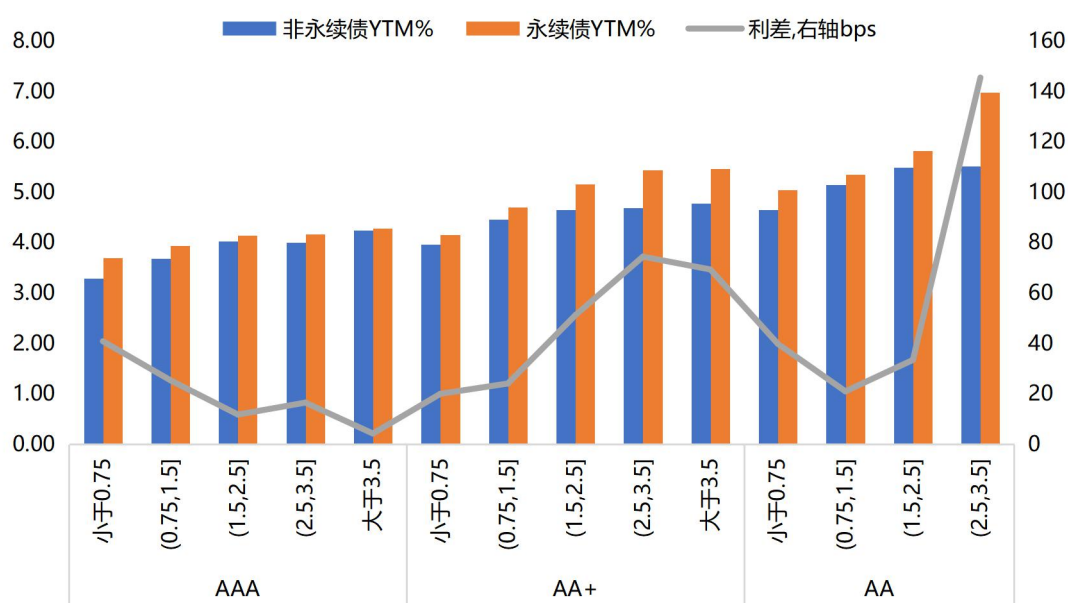
注：根据期限在(1.5,2.5)年之间，到期收益率不高于7%的不含权债券统计，私募债包含定向工具和交易所私募债，公募债包含短融、中票、企业债和一般公司债。

## 预计永续债一级市场将继续缩量，内部分化或将持续，需警惕发行主体 不行使赎回权带来的风险

永续债方面，年初配置压力下投资者加大品种利差挖掘，永续债到期收益率下行。一季度末中高等级永续债利差较去年底明显压缩，AAA级行权剩余期限2.5年到3.5年的永续债利差仅为17bp，较年初压缩一半；但低等级（AA级）利差明显走阔，剩余期限2.5年到3.5年的永续债利差由年初的110bp增大到145bp。

我们关注到,今年永续债一级发行明显缩量,3月26日国资委印发的《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》中提到,“对永续债券、永续保险、永续信托等权益类永续债和并表基金产品余额占净资产的比例进行限制”,这意味着未来永续债一级市场将继续缩量。同时,永续债内部分化或将持续:一方面,高等级永续债的稀缺性增强,利差反弹空间不大;另一方面,部分弱资质永续债估值走高,需警惕发行主体不行使赎回权带来的风险。

图 27 2021 年一季度末永续债利差



数据来源: Wind, 东方金诚